

地域金融機関における 存在意義と新たな商品戦略（3）

——金融機関の変遷と証券化商品の現状と課題——

吉 野 忠 男
手 塚 晃 貴

目次

はじめに

1. 研究背景・研究目的
2. 信用金庫を取り巻く金融環境
3. 大阪シティ信用金庫の概要
4. 金融庁と日本銀行
5. 激変した金融環境
6. 先進的事例の検討
7. 金融危機と金融機関倒産事例
8. リーマンショック
9. 今後の資産形成の課題と方向性
10. 証券化商品の概要
11. アンゾフのマトリクス
12. アンケート調査
13. 研究の結論としての研究成果

参考文献

7.6 日本債券信用銀行の破綻

日本債券信用銀行（以下、日債銀）は、長期信用銀行法に基づき旧朝鮮銀行の残余財産をもとに不動産抵当貸付を主業務とする日本不動産銀行として1957年4月に設立され、1977年日本債券信用銀行に行名変更された。日債銀は、長銀と同様に長期資金の貸付を主業務とし、預貯金以外に割引金融債（ワリシン）や利付金融債（リッシン）を発行して資金調達を行った。

高度経済成長期には中小企業などの旺盛な資金需要があったことから、日債銀の業績は開業当初から急速に拡大した。1960年代に入ると対象顧客は拡大し中小企業を含めた取引を開始するなど長期信用銀行として基盤の確立が進められた。1964年には独自性を発揮する分野として取り組みを充実させた、積立不動産投資による住宅融資が開始された。1965年からは建設業・不動産業・私鉄業を重点3業種として事業金融の性格をもつ不動産金融が推し進められた。1960年代後半に入ると、国債発行開始によって金融債の消費にも影響

が出始めたため、店舗の拡充や新製品開発などを進めた。1970年代前半から外国為替業務、シンジケートローン業務や海外支店を開設するなど国際業務を開始した。

日本不動産銀行は不動産融資に注力し経営の中心に据えていたが、「日本列島改造論」後の不動産不況で多額の不良債権を抱えてしまった。結果、1970年代後半には経営不安が明らかになり始めた。1973年の第1次石油危機を端緒に不況化する中で長期経営計画の見直しを図り、経営の効率化を推し進め、1977年10月創立20周年を機に行名を日本債券信用銀行に変更した。

1980年代入ると組織改革や行内情報処理体制の構築などが進められ、銀行法改正による金融自由化や国際化への環境変化への対応が急務となっていた。さらに1987年から自己資本の充実、Asset Liability Management (ALM)¹¹⁰⁾ などによる財務・収益構造の改善が進められるとともに、積極融資策がとられた。後にこの時期の融資が不良債権化していった。

1991年以降、バブル崩壊により積極融資を行ったノンバンク¹¹¹⁾ や不動産業向け融資が巨額の不良債権となり経営を圧迫し始めた。また、不良債権をペーパーカンパニーに付け替える飛ばしによる粉飾決算¹¹²⁾ も行われた。経営を立て直すべく、保有株式の売却や債権回収機構などを活用することで経営の健全化を図ろうとするが、日債銀の経営危機はさらに深刻化していた。1993年には窪田弘元国税庁長官、1996年には東郷重興元日銀理事をそれぞれ経営首脳に迎えることにより、事実上大蔵省及び日本銀行の管理銀行となった。

1994年4月には海外から全面撤退し、クラウン・リーシング¹¹³⁾ など系列ノンバンク3社は破綻処理され日債銀は赤字決算となった。1997年3月、自己資本比率が国内基準の4%を下回ったため、再建策として同年、大蔵省が中心となり、全支店の売却及び各金融機関と新金融安定化基金（日銀拠出を含む）によるいわゆる奉加帳増資で合計2,900億円を調達した。さらに1998年3月、600億円の公的資金が注入された。

1998年12月の金融庁検査では実質2,700億円の債務超過が認定され、日債銀は金融再生法により特別公的管理下に入り一時国有化された。中央信託銀行との合併が噂されたが、2000年ソフトバンク、オリックス、東京海上火災保険（現・東京海上日動火災保険）などで構成する投資グループに売却され、2001年、あおぞら銀行と行名を変更した。

第8章 リーマンショック

8.1 リーマンブラザーズの概略

リーマンブラザーズ（以下、リーマン）は世界各地で広範囲に営業展開していた当時ア

110) ALM とは、資産・負債の総合管理のこと。金融機関で用いられる資産と負債のリスク管理手法で、金利変動リスク、信用リスク、流動性リスクなどのリスクをコントロールしながら、将来的な資産と負債バランスの適正化を図り、収益の最大化を目指します（大和証券HP）。

111) ノンバンクとは、預貯金業務をせず、貸出業務（信用供与）のみを行う金融機関をいう（三井住友トラスト不動産HP）。

112) 粉飾決算とは、企業の経営状況などをよく見せるために、決算内容の数値をごまかして公表することをいいます。商法や証券取引法などで禁じられています（カブドットコム証券HP）。

113) クラウン・リーシングとは、かつて存在した日本の貸金業者（Weblio HP）。

メリカ4位の大手投資銀行であった。2001年以降、アメリカでは金融緩和により好景気を背景に住宅ブームが起きた。政府系金融機関であるファニーメイ¹¹⁴⁾は住宅保有者数の増加を政府機関から奨励されたこともあって住宅販売を積極的に推進した。平均的な所得層や高所得層は、通常の住宅ローン審査の対象となったが、低所得層は住宅ローン審査が困難であることや申請金額の減額が行われることもあり住宅ローンが却下されることが多く生じた。そこで低所得層には低所得向け住宅ローン（サブプライムローン¹¹⁵⁾）が新設され利用者が急増した。低所得層の住宅ローンは、本来、返済能力¹¹⁶⁾に課題があることから一般の金融機関からすれば返済リスクが高いことになる。リーマンは、住宅ローンを債権として証券化することで、その証券を投資家に販売した。それはMBS¹¹⁷⁾やCDO¹¹⁸⁾のリスクが低い一方で、収益性の高いデリバティブ商品の販売であった。

2006年、米国では低所得層向けの住宅販売が活況を呈する、いわゆる住宅バブルが崩壊したことで土地価格が下落に転じた。サブプライムローンは、そもそも土地・建物がともに資産価値が低いことから返済が滞る中で資産を売却しても過大な残債¹¹⁹⁾が残る事態に陥った。また、住宅価格の上昇率が鈍化し返済延滞¹²⁰⁾が増加したことからローン会社に対する信用不安が発生した。くわえてアメリカの住宅ローンは、ノンリコースローン¹²¹⁾のため戦略的債務不履行¹²²⁾が行われることもあり債務不履行が増大する傾向や特徴がある。リーマンは、低格付けのローンからつくりだされた高利回りの安全な高格付けの金融商品、サブプライムローンを貸付債権として証券化し国際的に販売していたのである。

破綻の原因は、一つではなく複合的要因が考えられる。これまで大手企業の破綻は、政府が市場に与える影響を考慮して、市場や業界の混乱を回避するために救済してきた。FRBは、1988年にヘッジファンドのLTCM²³⁾（ロングターム・キャピタルマネジメントの

114) 連邦住宅抵当公庫（Federal National Mortgage Association）の通称（Fannie Mae）。住宅ローンの流通市場を整備・育成し、米国市民が容易に住宅取得することを目的に1938年に米国の法律に基づいて設立された政府系金融機関である（『証券用語解説集』野村證券）。

115) サブプライムローンとは、アメリカの信用度の低い借り手向け住宅ローンのこと（SMBC日興証券HP）。

116) 返済能力とは、住宅ローン等において融資を返済していくための借り主のお債務能力をいう（住友不動産販売HP）。

117) MBSとは、Mortgage Backed Securitiesの略で不動産担保証券のこと。日本では、モーゲージ証券とも呼ぶ（大和証券HP）。

118) CDOとは、Collateralized Debt Obligationの略。日本語では債務担保証券。社債や貸出債権（ローン）などの資産を担保として発行される資産担保証券の一種である（野村證券HP）。

119) 残債とは、残存債務のことで、住宅ローンなどで、ある時点で未払いの借入金残高を残債という（住友不動産販売HP）。

120) 延滞とは、ローンや借入金等の返済期限までに返済できずに滞っている状態のこと（日本モーゲージHP）。

121) ノンリコースローンとは、特定の事業や資産から生じるキャッシュフローのみを返済原資とするローンのこと（SMBC日興証券HP）。

122) 債務不履行とは、債権の元利払いや償還ができなくなるなど、債務者が故意や過失により債務の本旨に従った履行をしないこと（大和証券HP）。

略称)やベアスターンズの経営危機と同様に、リーマンを救済すると考えられていた。しかし、FRBはリーマンを救済しなかった。当時のバーナンキFRB議長は、「投資家はリーマンの破綻の確率が高いと予想し用意ができていたと説明しましたが、後日巨額な救済資金が必要となるが担保が不足していた」とリーマンの破綻理由を指摘し、リーマンの担保不足を既に把握していたのである。LTCMやベアスターンズの救済理由とは異なることを意味するが、リーマンの担保がいかに脆弱であったかを示す証左ともいえる。それはまたリーマン破綻直後に株価が大きく下がらなかったことから推察される。むしろ土地の安全神話が崩壊し資金調達ができなくなった資産購入者の資産の投げ売りが資産価格の下落に大きな影響を与えた。

米倉(2019)は「市場混乱時に金融機関を救済するのはモラルハザード¹²⁴⁾を招くという批判もあります。しかし、預金者や債権者が、お金が戻ってこないという不安に駆られると、群衆心理¹²⁵⁾に走り、取り付けに殺到します。その心理を落ち着けさせるためには流動性の供給以外にありません。そもそも市場が一定期間大きく下振れするのは防ぎようがありません。暴落しつつけていた資産価格は、その裏付けとなる利益増加が伸び悩むようになれば必ず暴落し砕け散ります。膨張しすぎれば必ず砕け散るという循環はさけられません。それが資本主義の宿命です。だからその間には防御がいる。それが公的資金¹²⁶⁾の投入なのです」(pp.155-156)と公的資金投入の重要性を主張する。リーマンは公的資金の投入は実施されず経営破綻に至り、市場に大きな影響を与えた。

リーマン破綻時のCP(短期資金調達を目的にオープン市場で、割引形式で発行する無担保の約束手形)やその他証券を48億ドル保有していた。これは2008年のCP市場全体の0.27%、金融機関発行のCPの0.61%、にすぎなかった。同様のレポ取引(買い戻し条件付きで行う取引)1700億ドルも全レポ市場の1.7%で僅少であった。米倉(2019)は「サブプライム市場の規模は、住宅市場全体の14兆ドルのほんの一部の2兆ドルであり、この市場のデフォルトが金融システム全体を破壊するほど高くなるとは予想していなかったのでしょう。実際、2007年に問題が発生した時も、住宅金融会社の問題に限られるとの理解が大半でした。これは2007年3月、下院の合同経済委員会におけるバーナンキ議長の発言にもみてとれます。サブプライム市場の問題が他の広い範囲の経済や金融市場に及ぼす衝撃は押さえ込まれている」(pp.78-79)と分析したように、アメリカ政府はサブプライムの市場規模からみた影響を過小評価していたものと推察される。

123) LTCMとは、マイロン・ショールズ氏とロバート・マートン氏という2名の経済学賞学者を擁し、高度な金融技術を駆使して急成長したヘッジファンド会社(コトバンク)。

124) モラルハザードとは、起こりうる最悪の事態から免れる為の対応策を備えたことで、かえって注意する意識が軽薄化し、結果として危険な事態をまねく事に繋がり、倫理観の欠如、規律が失われる状態のこと(東海東京証券HP)。

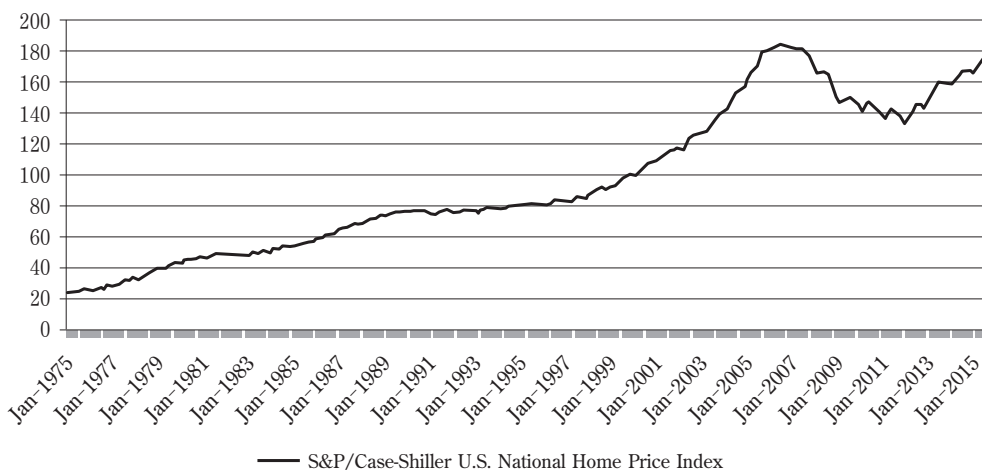
125) 群衆心理とは、群衆が示す特殊な心理状態。一般に判断力が低下し、興奮性が強くなり衝動的・無責任的な言動をとる傾向になる。

126) 公的資金とは、政府の政策の一つとして、様々な場面で状況に応じて投入される。最終的に国民負担である税金を利用する可能性があるものとされている(野村證券HP)。

8.2 住宅バブル

住宅バブルは、政府の政策と銀行システムが組み合わさり膨大な住宅新規着工需要が生み出されたことに起因する。超金融緩和政策に煽られて、住宅ローン返済が本来の返済能力以上で可能となりより高額な住宅購入を求め住宅価格は高騰した。住宅価格の高騰により、多くの購入希望者が住宅市場に殺到した。住宅価格が右肩上がりでも上昇し続けたため、戸建て住宅やアパートを購入することは、投資商品として注目された。自分たちが住むためではなく、投資商品として短期間で転売して値上がり益を求める物件購入者が増大した。土地価格は需要と供給のバランスにより増減するが、継続的に値上がりする場合には今後も値上がりすることを想定して購入する。これは過去から繰り返されている「価格上昇を見込んだ差益の獲得」というバブル現象の引き金とそれを希求する者の思惑の産物である。

サブプライムローンに起因する住宅バブルが、これまでの推移と異なるところを示した（図表8－1参照）。2020年8月25日にアメリカ S&P が発表した、アメリカの主要な住宅価格指数「S&P/ケース・シラー住宅価格指数」によると、上昇を続けた曲線が急激に下降し大きな変動がみられる。1975年から、徐々に指数の値は上昇傾向にあった。これは、インフレによる影響が考えられインフレが進むにつれ、住宅価格も同様に上昇を続けてきた。しかし、2003年頃から住宅価格指数の上昇角度が高くなっている。



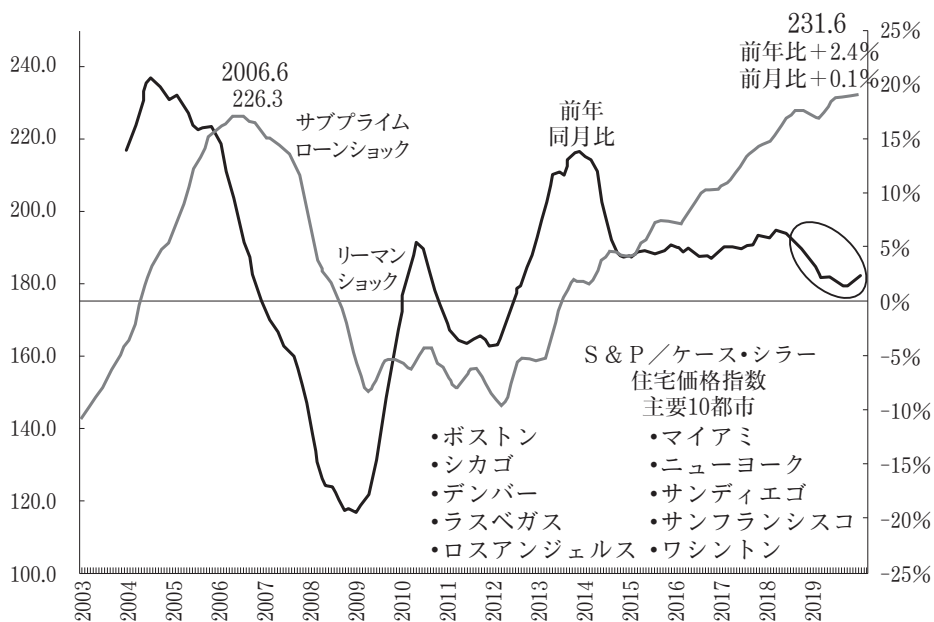
出所：海外投資データバンク HP

図表 8－1 S&P ケース・シラー・全米住宅価格指数

そして住宅バブルははじけ、住宅価格は全国的な広がりでも下落した。その結果、多くの住宅保有者は住宅の価値を大幅に上回るローンを抱えることとなってしまった。ローンの返済不能者が増大したのである。

アメリカ主要10都市の住宅価格指数（図表8－2参照）との比較では、2003年から急上昇する全米住宅価格指数とは異なりアメリカ主要10都市は2004年の段階で既に高い水準でピークを迎えていた。そこからアメリカ主要10都市の住宅価格指数は急激に下降し、数年

遅れて全米住宅価格指数が同様に急激な下降を辿っている。しかし、住宅価格指数の下限は全米住宅価格指数と比較するとアメリカ主要10都市が30ポイント以上下落している。これはアメリカ主要10都市が全米の住宅価格より高い水準にあったことが背景にあり、全米住宅価格の下落に同調した結果、さらに下落したものと考えられる。その一方で、アメリカ主要10都市の住宅価格は全米住宅価格よりも早く回復している。アメリカ主要10都市の住宅はそもそも市場で人気、評価が高く、購入希望者が多いことを意味している。逆に、アメリカ主要10都市の住宅価格が下落したことで「値ごろ感」から購入希望者が増加したものと考えられる。



出所：アメリカ S&P 2019年12月分

図表 8 - 2 アメリカの主要10都市の住宅価格指数の推移

いずれにしても住宅バブルが破綻したことによる影響は深刻なものとなった。住宅購入時に払い込んだ頭金や諸経費、今後の生活プランを失った住宅購入者は耐乏生活を余儀なくされた。住宅の値上がり益を見越し、住宅を担保に追加のローンを組んだ多くの購入者は、返済金、金利の加算により増々厳しい生活状況に陥った。

住宅バブルが破綻したことによる金融機関への影響も深刻であった。大半の住宅抵当証券は紙屑になり、担保価値のない住宅物件が残った。そのため、前代未聞の規模で金融機関の破綻が相次ぎ起こった。一部連邦政府によって救済されたが、貸し付けを行う金融機関はこれまでとは一転して貸し渋りに走り、中小企業向けローンや消費者ローンに慎重な姿勢を見せたことにより経済活動が大きな打撃を受けることになった。こうした一連の対応は日本のバブル崩壊後の金融機関の対応と同様であった。

当時の様子を Burton (2018 邦訳) は「アメリカの株式市場始まって以来、最大のバブルであった。そして、その後、個人住宅市場で発生したバブルは、不動産市場に関して最大のバブルとなった。その上、住宅価格の高騰とその後の崩壊は株価のどんな激変よりも平均的な市民に対して深刻な影響を及ぼしたのである。というのも、住宅はほとんどの個人投資家にとっては最大の保有資産であり、その価格が暴落すれば直ちに財産価値ならびに精神的安定感に大きなダメージを与えるからである。住宅バブルの崩壊は、アメリカおよび世界全体の金融システムを破綻寸前まで追い込み、世界中が突然深刻なリセッション¹²⁷⁾の谷間に突き落とされたのである。住宅バブルがどのように燃え上がり、その破綻が直接、間接になぜ世界全体にそれほどひどい損害をもたらしたのか。それを理解するためには、ここ20～30年の間に世界の銀行システムに生じた、根本的な変化を理解しなければならない」(p.124)と説明している。個人投資家はもちろん、不動産を所有者が不動産を売却できないことは新たな不動産取得との需給バランスを崩すことになり不動産市場の沈滞、言うなれば経済全体の動きを止めてしまうことになるのである。

住宅バブルの崩壊は、結果的に不動産取得に不可欠な金融システムの機能不全を惹起し金融機関の収益を今まで以上に悪化させる原因となった。

8.3 金融機関の融資基準

住宅バブルの崩壊は、金融機関の融資基準を劣化させ無謀とも言える融資を実行していくことになった。その融資は仕組み金融、すなわち SIV¹²⁸⁾と呼ばれる法的仕組み債だった。このため銀行監督当局の指摘を受けないオフバランス¹²⁹⁾扱いとなる、膨大な額の派生証券として販売されたのである。巨額の MBS を保有する SIV がどれだけの負債を抱えたとしても、投資銀行のバランスシート上に記載されるのは、わずかな SIV への出資金だけである。Burton (2018 邦訳) は、「監督当局は SIV の異常に高い財務レバレッジと抱えるリスクの大きさに対して、イエローカードを出したに違いない。しかし、新しい金融システムの下では見逃されて、全くお咎めなしだった」(p.123)と指摘するように監督当局はブレーキをかけることもなく責任を問うことさえしなかったのである。

新たな金融システムの中で、監督当局において危機感があったとしても、なにも問題が出ていない状況では規制することは難しいと判断せざるをえなかったのではないか。しかし、規制されずに急拡大した新しい金融システムは、もはや銀行や住宅抵当会社の融資基準では手に負えず緩和の道しかなかったといえる。日本の現在の住宅ローンは、最長35年の長期にわたる融資商品であることから勤務先や勤続年数、そして返済能力等様々な観点

127) リセッションとは、景気後退局面のこと（野村證券 HP）。

128) SIV とは、英語表記で「Structured Investment Vehicle」の略で、金融機関やヘッジファンドがハイリスクの証券化商品などを運用する目的で設立された特別目的会社（SPC）です（大和証券 HP）。

129) オフバランスとは、資産や取引などが事業主体の財務諸表に記載されない状態のこと。資産効率の改善などが期待できるため、近年オフバランス化を図る企業が増加している（野村総合研究所 HP）。

で金融機関および保証会社が審査を行っている。現在そして将来にわたり「返済できる」という審査結果を前提としている。しかし、米国の場合、貸し手側の金融機関が債権を大手投資銀行に転売するまでのリスクしか負わない場合、融資先の借り手側の信用状況を審査する時間や労力を考えれば迅速な融資が優先され、結果的に安易な融資にならざるを得ない。こうしたことを含め住宅抵当ローンの融資基準は急速に劣化していったのである。

Burton (2018 邦訳) は「私が生まれて初めて住宅抵当ローンを利用したときは、貸し手の金融機関は最低でも30%の頭金を要求したものだ」(p.123) と説明する融資時の担保力は一定程度の水準を想定していた。例えば、住宅価格が30%程度下落しても住宅を売却すればローン残高と相殺が可能であり、融資側の債権未回収や融資先側の残債務に苦慮することもない。また、住宅購入に際し頭金の用意ができるいわゆる信用力のある購入者でなければ、住宅購入は難しいという社会的な風潮があった。

しかし、新しい金融システムの下では、住宅価格が上昇を続けるという前提から「頭金なし」で融資を可能とした購買層が新たに加わるようになった。「NINJA ローン」は、借り手が「安定収入なし」「定職なし」「保有資産なし」の状態でも住宅ローン契約を可能とした、まさに神出鬼没で得体のしれない NINJA のような借り手が住宅ローンを契約することができた。本来、借り手の返済能力は審査上重要な裏付けとなる書類や証明書の提出が不要となり、住宅ローンは「誰でも借りられる」ローンになってしまった。住宅ローンを契約できない住宅購入希望者が新規住宅購入に殺到したことから住宅価格は今までにない空前の上昇を続けた。

政府は住宅バブルの膨張が景気に好影響を与えると考えたため、住宅ローンの借り入れが今まで以上に融資基準を下げることで容易になれば住宅ローンの借り入れは確実に拡大すると見ていた。連邦住宅局が低所得者の住宅抵当ローンの元利支払いの保証をうちだしたことはその証左である。Burton (2018 邦訳) は「政府は単に金融機関の監視・監督に失敗したばかりでなく、自らの政策によってもバブルを煽ってしまったのだ。今回のバブルの背景を少しでも調べていれば、全く返済能力のない人々にあれほど多額の抵当ローンが供与されるに至った原因が、あこぎな貸し手金融機関だけでなく、政府自体の側にあったということが容易にわかるだろう」(p.123) と政府の政策が住宅バブルを一層拡大させた根源と指摘している。

金融機関からみれば、政府保証があれば住宅ローンはリスクの極めて少ない融資商品となる。しかし、融資金額が住宅ローンという多額さ、そして毎月の過剰な元利金返済を伴う融資は住宅を購入したという喜びや満足だけではなく日々の生活を脅かし人々の暮らしに深刻な影響を与えたことは間違いないことであった。

8.4 金融派生商品の実態

Lawrence (2018 邦訳) は「金融派生商品によって、金融システムにおけるレバレッジとリスクは各段に増加した。投資家が金融派生商品を理解するのは非常に困難であり、日々業務で携わっている大手の商業銀行や投資銀行でも分析は難しいものである。連邦抵

当金庫（ファニーメイ¹³⁰⁾）や連邦貸付抵当公社（フレディマック¹³¹⁾）は金融派生商品を利用して長年にわたり虚偽の利益を報告することが可能でした。フレディマックとファニーメイについて不可解なのは、連邦の規制当局である連邦住宅公社監督局（OFHEO¹³²⁾）が会計上のごまかしを完全に見逃していたことです。『透明性』を高めること、これは将来の大惨事を避けるために政治家や評論家、金融規制当局が好んで用いる改善策です。では、金融派生商品によってもたらされた問題は解決されません。私の知る限り、巨大で複雑な金融派生商品ポートフォリオのリスクの記述や測定の実現ができそうな報告制度はありません。監査役は金融派生商品取引について監査することはできませんし、規制当局が規制することもできません」（pp.299-316）と指摘し金融派生商品に内在する問題を示唆している。その上で、Lawrence（2018 邦訳）はフレディマックとファニーメイについて「この巨大な機関は議会によって設立され、議会が管轄権を保持し、何をすべきか、あるいはしてはならないかを指示していました。監督を補助するため、議会は1992年に OFHEO を設立しました。OFHEO は二つの巨大機関が自律的に活動することを徹底するよう勧告を行う役割を担っていました。この動きによって、ファニーメイとフレディマックは業務に必要な人員の面で、私の知る限り最も厳しい規制を受ける会社となりました。両方の機関ではしばしば大掛かりな会計上のごまかしが行われていました」（pp.299-316）と OFHEO の監督機関としての役割を強調している。Lawrence は OFHEO がフレディマックとファニーメイを監督指導していたにもかかわらず不正があったと見ている。

金融派生商品は、何十年も取引がされず巨額の債権だけが積み上がることがある。リーマンブラザーズは、ヘッジファンド¹³³⁾ の預かり資産を利用していたこともあり、受け取った担保を資金調達として活用し、担保提供者は手数料を受け取る仕組みになっていた。手数料を受け取った別の銀行はこれを担保として活用し、それは同一の担保であるため2回目以降に担保として受け取った時点で、正式には担保として価値がない。これを再担保金融方式という。再担保金融方式では誰の担保提供かの判別に時間を要することから、資産を預けていた顧客は融資先の破綻時に損害を受けることになる。

丸茂（2016）によれば「組成保有型モデルでは、銀行は、最終借り手が発行する金銭消費貸借証書や約束手形¹³⁴⁾ などの本源的証券を預金証券などの間接証券に変換し、最終的貸し手に対して間接証券を発行することで、資産変換を行っている。ただし、本源的証券¹³⁵⁾ と間接証券は共に『負債型＋相対型』の金融証券であり、間接証券が細分化されて

130) ファニーメイとは、連保住宅抵当公庫の通称。政府支援企業の一機関である（野村證券 HP）。

131) フレディマックとは、連邦住宅抵当貸付公社の通称。政府支援企業の一機関である（野村證券 HP）。

132) The Office of Federal Housing Enterprise Oversight の略。

133) ヘッジファンドとは、さまざまな取引手法を駆使して市場が上がっても下がっても利益を追求することを目的としたファンドのこと（SMBC 日興証券 HP）。

134) 約束手形とは、専用の用紙に自分の名前と金額などの項目を記載して取引の相手方に渡す行為を「振出」と言いますが、振出人（約束手形を作成した人）が受取人（受け取った人・名宛人ともいう）に対して一定の期日に支払うことを約束する手形のこと（㈱freee HP）。

135) 本源的証券とは、企業がお金を借りるために発行する、手形や借入証書のことで、直接証券とも

いる点と、間接証券の流動性が高い点を除くと、基本的に同じ性質（負債型＋相対型）を持つ金融証券に変換される。他方、組成保有型モデルでは、銀行は、最終的借り手が発行する本源的証券を受け取るところまでは組成保有型モデルと同じであるが、銀行は貸出債権を自ら保有せず、SPVに貸出債権を譲渡した時点で、資金を回収する。この時点で、債権債務関係は、最終的借り手と銀行の間の関係から、最終的借り手とSPVの間の関係に移る。次に、SPVは、銀行から譲渡された複数の貸出債権をプールし、証券化技術を用いて貸出債権プールを裏付けとする資産担保証券（ABS）を発行し、最終的貸し手である不特定多数の投資家に販売する。この時点において、最終的借り手と最終的貸し手の関係は、『負債型＋相対型』ではなく『株式型＋市場型』の金融契約になる。すなわち、SPVを導管体として用いた証券化技術を利用することで、金銭消費貸借¹³⁶⁾証書などの本源的証券を資産担保証券という間接証券に変換している。総括すると、組成保有型モデルから組成販売型モデルへの銀行ビジネスモデルの変化は、伝統的に銀行が果たしてきた『資産変換機能』と『情報生産機能』という二つの経済機能の内容を変化させることとなり、伝統的に銀行組織に比較優位性があると考えられてきたリスク負担機能や情報生産機能の低下に繋がることになった」（pp.32-35）と考えている。

投資家は連邦住宅公社監督局の適正な監査があり、報告がなされているものと考え投資先を信頼する。その報告が虚偽の利益報告となれば市場では信頼が成立せず混乱が起こる。また、金融機関と金融機関は相互依存によって成立することから大手投資銀行であるベア・スターンズの破綻（2008年救済買収）は金融機関の相互依存を破壊し市場安全性を損なうものであった。

また、サブプライム金融危機が米国内に留まらず世界中に広がった理由としては、丸茂（2016）は「第1に、世界中の投資家が証券化商品を購入していた点、第2に、投資家心理が悪化した点、が挙げられる。証券化商品は、グローバルな金融市場を通じて取引されていただけでなく、さまざまな原資産¹³⁷⁾を裏付けとして発行された資産担保証券のトランシェが組み込まれていたために、リスクの所在が正確に把握できないことが投資家の不安を増幅させることに繋がった」（pp.17-18）と考えている。つまりレバレッジをかけた投資家は、資産価格の下落により自己資本が大幅に減少するのである。証拠金¹³⁸⁾不足に陥るためにレバレッジの巻戻しが発生すると、負の流動性スパイラル効果が起き、資産価格の下落が続く。さらに、資産の清算をすれば資産価格下落が起こり、負の資産価格が増大していくのである。今までに経験したことない事象や過去のデータにないような信用リ

いう。本源的証券には、株式、社債、公共債（国債、地方債、政府保証債）などがある（金融大学HP）。

136) 金銭消費貸借とは、消費貸借とは物を借り受けて、後日それと種類・数量の同じ物を返す契約をいう。金銭を借り受け、返すことを約束する契約を金銭の消費貸借となる（横浜銀行HP）。

137) 原資産とは、株式、債券、為替など、先物やオプション、スワップといったデリバティブ取引の対象となっている資産のこと（大和証券HP）。

138) 証拠金とは、取引を始める際の担保金のこと（KOYO証券HP）。

スクに関するテールリスク¹³⁹⁾が生じたことから、市場への信頼が損なわれたことにより、資産の投売り、資産価格のボラティリティ¹⁴⁰⁾の増大、および不安心理の伝染など様々な要因が重なったことで、米国内だけに収まらず世界的な金融危機となった。

8.5 証券化と流動性

2008年9月に、米国大手投資銀行リーマンブラザーズが経営破綻したことをきっかけに、米国はもちろん世界的規模の金融危機が発生した。この金融危機が起きた主な原因として、米国のサブプライムローン証券化¹⁴¹⁾した金融派生商品が関連していたことから、サブプライム金融危機とも呼ばれている。

サブプライム金融危機は、金融機関に対する信用収縮にくわえ金融資本市場に大混乱を招いただけでなく、規模の大きさと世界経済の中心地である米国でグローバルに広く拡散し発生したため、近年起きたいずれの金融危機をも凌駕するものであった。このサブプライム金融危機には、「証券化」と「流動性」が大きく関係している。

証券化とは、1970年代から始まり1990年代に急速な拡大を見せた。金融技術革新には、ブラック・ショールズ・モデルに代表される金融工学を利用したものと証券化がある。金融工学を利用したものは、オプションなどのデリバティブ商品を生み出し、価格変動リスク（市場リスク）の移転を可能とした。証券化は、資産担保証券（ABS）や債務担保証券（CDO）などにより、信用リスクの程度を判定することが可能になった。

証券化を利用した銀行ビジネスモデルは、「組成販売型モデル」と呼ばれ、オリジネーター¹⁴²⁾という立場にある銀行が証券化を利用することで信用リスクを回避した上で、貸出残高を増やすことができる。「組成販売型モデル」をとる銀行がサブプライムローン¹⁴³⁾のような高リスクのローン残高を拡大させた。一方で、伝統的な銀行ビジネスモデルである「組成保有型モデル」は、本来銀行が負うべき信用リスクに証券化した組成販売型モデルを利用することで、証券化商品を購入した投資家の価格変動リスクを変換させるものである。このことから信用リスクの移転が進んだと考えられる。

サブプライム金融危機が起きるまでは、米国の低金利政策を背景として証券化を利用した金融商品の残高が増加の一途をたどっていた。この証券化を行うスキームを担っていた

139) テールリスクとは、まれにしか起こらないはずの想定外の暴騰・暴落が実際に発生するリスクのこと。通常は大幅下落するリスクを指す（野村證券 HP）。

140) ボラティリティとは、一般的に価格変動の度合いを示す言葉で、「ボラティリティが大きい」という場合は、その商品の価格変動が大きいことを意味し、「ボラティリティが小さい」という場合は、その商品の価格変動が小さいことを意味する（SMBC 日興証券 HP）。

141) 証券化とは、セキュリティゼーションの日本語訳。金融資産や不動産などの保有資産を有価証券に利用して流動化すること（大和証券 HP）。

142) オリジネーターとは、資産証券化商品に関して、対象となる資産（原資産）の当初の債権者をいう（野村證券 HP）。

143) サブプライムローンとは、アメリカの信用度の低い借り手向け住宅ローンのこと（SMBC 日興証券 HP）。

のが、投資銀行やSPV¹⁴⁴⁾と呼ばれる特別目的事業体である。特別目的事業体は、商業銀行の関連会社あるいは融資関係先を通じて商業銀行と密接な関係性を構築している。さまざまな銀行規制が存在するために、商業銀行単体で行うことが難しいリスクの高い証券化ビジネスを、銀行本体が簿外取引¹⁴⁵⁾を行うことで、銀行規制の回避を目的として活用された。

投資銀行や特別目的事業体は、レポ取引¹⁴⁶⁾を活用し、さまざまな証券化商品を担保として発行された資産担保コマーシャルペーパー¹⁴⁷⁾を発行し調達した満期の短い担保付き短期債を頻繁に借り換えて資金調達を行うことで、これまでにない過大なレバレッジと過剰な短期流動性に大きく偏っていた。このようにして調達された短期流動性は、投資銀行により資産担保証券やモーゲージ担保証券¹⁴⁸⁾などの証券化商品の購入資金に充てられただけでなく、SPVにより証券化の原資となるモーゲージなどのローン債権を銀行から買い取り資金に充当していたことから、投資銀行や特別目的事業体により流動性の性質を短期から長期へと変換していた。

サブプライム金融危機が他の金融危機と異なるもう一つの特徴は、金融資本市場において流動性が枯渇したことである。サブプライム金融危機が起きると、レポ取引やABCPの担保となっていた証券化商品の市場価格が暴落し、頻繁に行われていた短期資金の借換えが困難となる資金流動性の低下が引き起こされ、信用不安が一気に広まった。また、資金流動性が低下したことで、投資家は一気に資金回収の動きを強めたため、レバレッジの巻き戻しや担保となる証券化商品の投げ売りが起きた。その結果、証券化商品の市場流動性も低下し、証券化商品を中心としたリスク資産全体で市場価格が暴落し、最終的には金融資本市場において流動性が減退することとなった。

8.6 リーマンショック後の日本経済

日本は、2000年から2007年までは輸出を原動力として安定した経済状況を維持していた。しかし、リーマンショック後は2008年度第3・第4四半期と連続でGDP成長率¹⁴⁹⁾が年率

144) 特別目的事業体とは、Special Purpose Entityの略で、資産（不動産）を証券化するための事業体の総称のこと（三井住友トラスト不動産HP）。

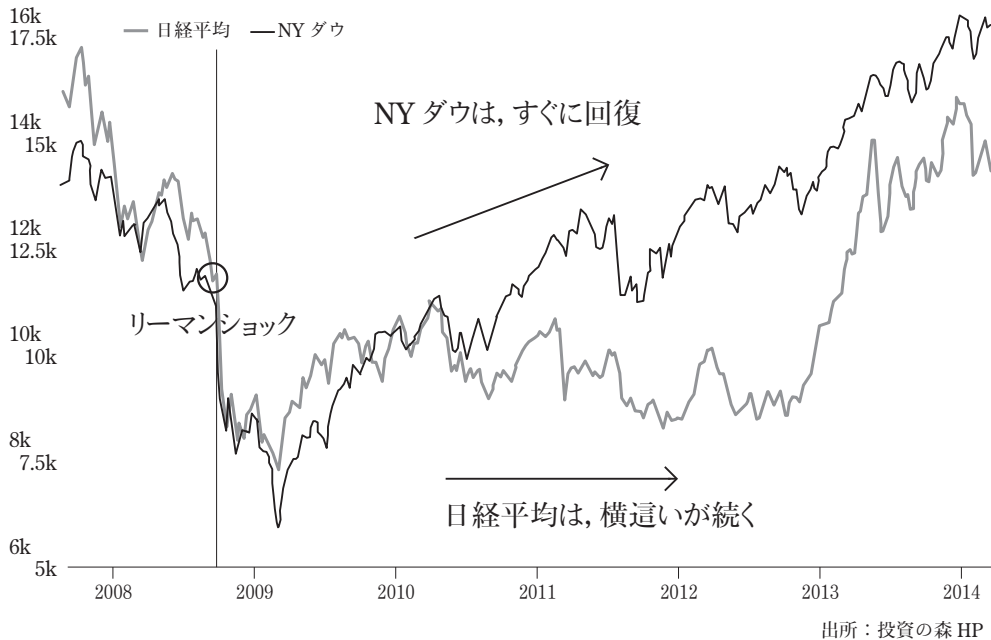
145) 簿外取引とは、会社の資産・負債であっても、バランスシート（貸借対照表）に計上されないこと。たとえば、先物取引やオプション取引などの取引は、元本を想定して取引を行う。しかし実際に想定元本を払い込んだり、受け取ったりするわけではないので、貸借対照表に計上されない。オフバランスシート取引、または簿外取引のこと（野村證券HP）。

146) レポ取引とは、広義には、債券などを一定の価格で売り戻しあるいは買い戻しする条件を付した売買取引のこと（野村證券HP）。

147) コマーシャルペーパーとは、企業が短期資金調達の目的で、公開市場において割引形式で発行する無担保の約束手形のこと（東海東京証券HP）。

148) モーゲージ担保証券とは、一般に、不動産担保融資の債権を裏付けとして発行された証券のこと（野村證券HP）。

149) GDP成長率とは、経済成長率を表す指標として多く用いられる。一定期間内に生産される付加価



でみて 2 桁の減少率にとどまった。その状況はリーマンショックによる金融危機の震源地である欧米を上回る急激な落ち込みであった。この原因は、世界的景気の冷え込みと、輸出の大幅な減少、原油・原材料価格の高騰、安全性の高い通貨となった円への需要シフトによる円高の急激な進行が相乗的に作用したからである。

翁（2013）は日本経済について「世界経済が順調に拡大するなかで為替レートが円安傾向であったことに支えられていただけに、リーマンショック後の輸出環境の激変は、日本経済に大きな影響を及ぼした」（p.144）と指摘した。日本は、高い技術力による品質や安全性を誇り海外への輸出をきっかけとして、経済成長をしてきた。そのため欧米の金融危機から生じた景気冷え込みの影響は大きく、特に株価はその影響があらわれた。日経平均と NY ダウの株価はともに暴落（図 8-3 参照）し、2011 年東日本大震災の災禍から 2013 年初頭まで日経平均株価は低迷しその後上昇基調に転じた。NY ダウは 2010 年中頃から上昇基調に転じ米国発祥のリーマンショックであったにも関わらず世界に先駆けて米国経済は回復基調に入った。

また、リーマンショックによる影響は金融環境を激変させた。大手投資銀行であったリーマンブラザーズの破綻は金融機関への不信任感、それによる信用収縮、さらには投資家が何に投資しているのかを把握しにくいというデリバティブ商品特有の問題を顕在化させた。保有していた資産が下落したことにより新たな資産形成はブレーキがかかってしまっ

値（生産額全体から原材料など中間生産物の額を引いたもの）の量が前の期と比較して何％変化するのかを予想したもの（野村證券 HP）。

た。世界経済の低迷は金融機関の収益力を低下させたこともあり新たな金融商品の開発を萎縮させ金融機関本来の収益力の確立ができない状況に陥ってしまった。このことが現在もなお厳しい収益状況にある現代の金融機関の実態であり、遡ればこれこそが金融機関低迷の根源的要因といえる。金融機関は預貯金を集めて融資資金を確保し、それを企業に融資するという古典的な金融事業では収益力を拡大することはもはや現実的ではなく、金融機関の経験と信用力を背景にした新たな金融商品の開発と提供こそが多様化する資金需要に対応できることが金融機関に求められる今後の姿といえる。そこには収益力強化が不可欠であり、最も重視すべきことである。

8.7 バブルと経済活動

Burton (2018 邦訳) は「過去のバブルの歴史を研究すると、どんなバブルでもそれははじけた後は、必ず実体経済に深刻なダメージを与えることがわかる。資産バブルの破綻で傷つくのは、何も投機した人間だけにとどまらない。個人と金融機関の両方を巻き込んで杜撰な信用供与¹⁵⁰⁾が行われ、負債への依存度が異常な高水準に達する中で、バブルが大きく膨らむことは特に危険なのだ。アメリカが21世紀に入って経験した住宅バブルは、それを劇的に示してくれた。住宅に対する新しい需要の増加が住宅価格の上昇を生み、それがさらなる住宅ローンの供給を促進し、それがまた価格を押し上げるという、『正のフィードバック』のループを作り上げたのだ。負債レバレッジのなし崩し的な上昇は融資基準の劣化をもたらし、レバレッジはさらに高まっていった。バブルが膨らむにつれて、個人も金融機関もどんどん破滅の淵に近づいていったのだ。そしてバブルがはじけた途端に、これまで膨張を推進してきたループが逆回転し始める。住宅価格は急落し、多くの国民の財産価値は急激に減少に転じて、気がつけば住宅の価値は抱えているローンの残高を大幅に下回っていたのだ。ローンの負担が重くのしかかり、財布のひもは固くならざるを得ない。過大な負債を抱え込んだ金融機関は、レバレッジを正常な水準に戻そうと、業務を急速に縮小し始める。それがもたらす信用収縮によって実体経済活動は一層冷え込んだ。こうした負のフィードバック・ループが働いて、経済は深刻なリセッションに落ち込んでいくのだ。こうして信用バブルがはじけると、その実体経済へのダメージは非常に深刻なものになる。それでも結局、市場は効率的だと言えるのか」(pp.127-128)と金融機関の信用について問題提起している。

バブルは資産性の高い不動産、動産と密着した場合に生じる。不動産はまさに固定資産であり同一物は存在しないことから投資の対象となる。動産においても、例えば芸術品も同一物のない無二の存在であり投資の対象になる。同一物のない無二の存在は需要と供給のバランスから価格が決定されることから需要が増せば価格が上昇することになる。価格は実態や平均価格・標準価格よりも大幅に上昇すれば、その差額が「バブル」となり需要

150) 信用供与とは、相手を信用して、自己の資金や商品などを一時的に貸与し、利用させること(日本証券業協会 HP)。

が縮小に向かい価格が暴落することで「バブル崩壊」となる。1980年代後半から日本では国や地方の政策として都市の再開発や住宅ローン控除、住宅取得補助金等を活用し需要を喚起したことから都市や住宅地の価格が高騰し全国的なバブルが発生した。つまりバブルは土地や住宅価格の決定が政府主導の政策で行われているのであり、日本そして米国も同様な政府の失策と考えるべき点がある。しかもその失策は、Burtonの指摘する「負のフィードバック・ループ」に陥ることで問題の所在が複雑になり容易に解決できないものとなる。

また、Burton（2018 邦訳）は「インターネット・バブルと住宅バブルの顛末を踏まえて現実を見ると、株式市場や住宅市場では合理的で効率的な価格形成が行われているとする主張とは大きく矛盾するように思われるかもしれない。しかし、われわれが学ぶべき教訓は、市場は時として非常に不合理な動きに支配されることがあり、金融資産価格に関するファンダメンタル価値など当てにならないと結論づけてはいけないということだ。むしろ学ぶべきは、いずれのバブルに関しても市場はやはり自ら身を正したということなのだ。時間はかかり、それだけ犠牲は大きく膨らむものの、市場はやがてはすべての非合理的な歪みを修正したのだ。しばしば説明のつかない『アノマリー¹⁵¹⁾』な価格形成が生まれて、根拠のない楽観論がはびこり、無知な個人投資家がそれに巻き込まれてしまうことがある。しかし、やがては市場で『本来の価値』が認識される」（p.128）としバブル崩壊後には「本来の価値」を再認識することができると考えている。資産価格における「適正な価格」は何を持って判断するのか、機関投資家といわれるプロであっても容易ではない。むしろ機関投資家それぞれが「適正な価格」と判断することで投資市場は活性化し、多様な投資を実現できると考えることもできる。ただし不動産投資に関しては、不動産の知識を保有している一部の個人投資家は投資判断を損ねるリスクは低く、不動産業者が購入しない物件を一般投資家が購入するとなるといたずらに市場が拡大し価格は徐々に上昇していく。これは、長期に渡り預金金利が低調に推移していると一般投資家が資産形成を目的に不動産投資を始める傾向があるからである。不動産投資のセミナー等に参加する一般投資家の増加はその証左といえる。そして、近年では一般投資家の中でも会社員の不動産投資が活発で融資相談件数が増加傾向にある。

Burton（2018 邦訳）は「株式市場はしばしば間違った価格をつけることがあるが、それは市場が効率的であることの妨げにはならないのだ。2000年初めのインターネット銘柄がそうであったように、市場の間違い方は並外れたものになりうる。というのも、株価は遠い将来にわたっての企業の収益力の予想値を織り込んで形成される。そしてどんな予想値も、ほとんどの場合、正確なものではありえない。その上、個々の銘柄にかかわるリスクの大きさは決してはっきりとは推計できない。したがって、何%の割引率で将来のキャッシュフローを割り引くのが適切なのかは定かではない。この結果、市場株価は程度

151) アノマリーとは、現代ポートフォリオ理論や相場に関する理論の枠組みでは説明できないものの、経済的に観測できるマーケットの規則性のことです。アノマリーの代表的なものとして、「小型株効果」、「低 PER 効果」、「配当利回り効果」、「1 月効果」などがある（SMBC 日興証券 HP）。

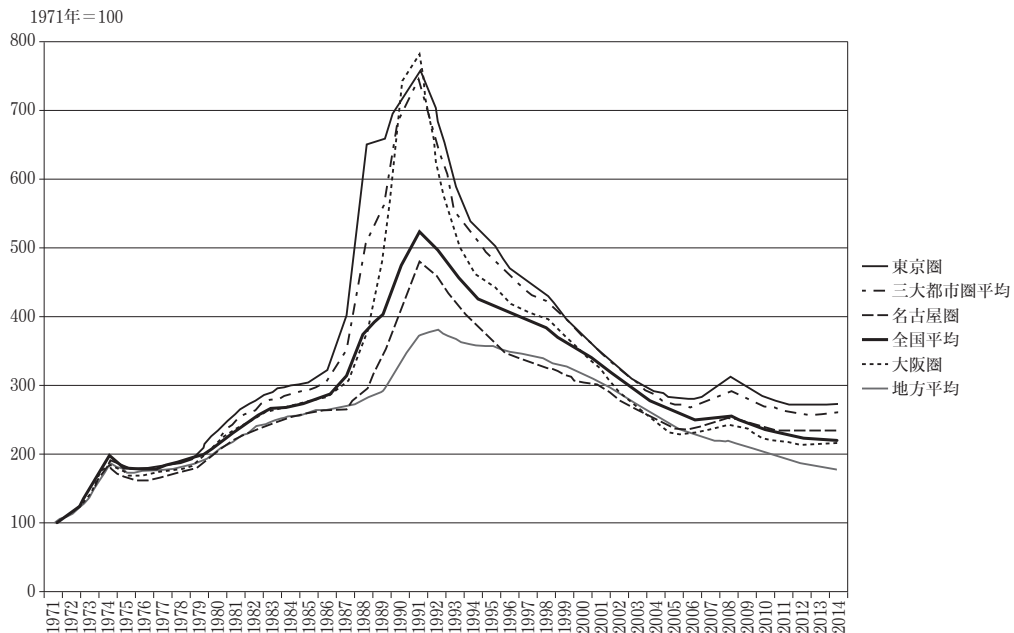
の差はあっても常に、ある程度は間違っているのだ。しかし、仮に市場株価が間違っているとすると、どの時点で『高すぎる』のか『安すぎる』のかは、誰にもはっきりとわからない。したがって、どんなプロの機関投資家でも、『割安な』銘柄だけを保有し、『割高な』銘柄は一切保有しないなどという運用は、決してできないのだ。このように、ウォール街のベスト&ブライテストですら正しい株価と間違った株価を区別できないのだから、市場平均に打ち勝つことは容易ではない。どんな優秀な投資家でも、全参加者の叡智の結晶ともいべき市場平均を一貫して上回るリターンを上げることが可能だということを示す証拠は、一つとして見つかっていないのだ。株式市場は必ずしもいつも正しいとは限らない。それどころか、大体正しいとすら言えないかもしれない。しかし、間違いなく言えることは、『どんなに優れた個人あるいは機関投資家¹⁵²⁾でも、常に市場平均よりも市場のことをよりよく知っている』なんてことはありえない」(pp.128-129)と指摘しているように、株価は時に予想していない動きを見せる。一般的な株価指標はあるものの、日本のみならず世界情勢の影響を受けることから株価は変動する。長年の経験を有する機関投資家、あるいは証券会社に勤務し株価関連の情報を有するものであっても変動する株価を言い当てることは不可能である。株式投資は射倖心を煽るところもあり初心者からベテランまで多様な投資家が存在し、そのことが株式市場に刺激を与えているとも言える。

Burton (2018 邦訳) は「21世紀初頭を飾った空前の住宅バブルとその崩壊についても、決して効率的市場理論に致命傷を与えたわけではない。もしあなたが頭金ゼロで家を購入できる機会を与えられたなら、たとえその値段がバブル的だと思っても、その話に乗ることはきわめて合理的な選択なのだ。というのは、もし住宅が値上がりが続ければ万々歳だし、万一バブルがはじけて値段が下がった時は、貸し手（そして最終的には政府）に鍵を渡して損失を転嫁することができたからだ。要はインセンティブ¹⁵³⁾・システムが狂っていたのだ。今から見れば、政府の規制は緩く、また政府も間違っていた。しかし、この悲惨なバブルとそれがもたらした深刻なリセッション¹⁵⁴⁾は、決してみんなが効率的市場理論をナイーブに信奉して行動した結果ではなかったのだ」(p.130)と言い切る。米国の住宅バブルは米国特有の住宅購入熱が背景にあるだけでなく、住宅購入はローンの支払いが困難になれば住宅の売却や住宅の没収になるだけで将来の生活を見越した慎重な住宅購入ではないという。一方で、日本では住宅ローン契約を締結するためには抵当権を設定しなければならない。抵当権の設定は金融機関の融資資金の回収を徹底するものであり、そこには金融機関の損失リスクを前提としていない。しかし、抵当権の設定がなければ金融機関のリスクを回避できない一方で、住宅購入者は安易に住宅を購入することが可能であり、その住宅購入、つまり住宅需要が高まれば住宅価格は高騰し売却益の見込みが生じること

152) 機関投資家とは、生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、普通銀行、信用金庫、年金基金、共済組合、農協、政府系金融機関など、大量の資金を使って株式や債券で運用を行う大口投資家のこと (SMBC 日興証券 HP)。

153) インセンティブとは、目標を達成するための刺激、誘因という意味 (CAREER PICKS HP)。

154) リセッションとは、景気後退局面のこと (野村證券 HP)。



図表 8 - 4 公示地価の推移

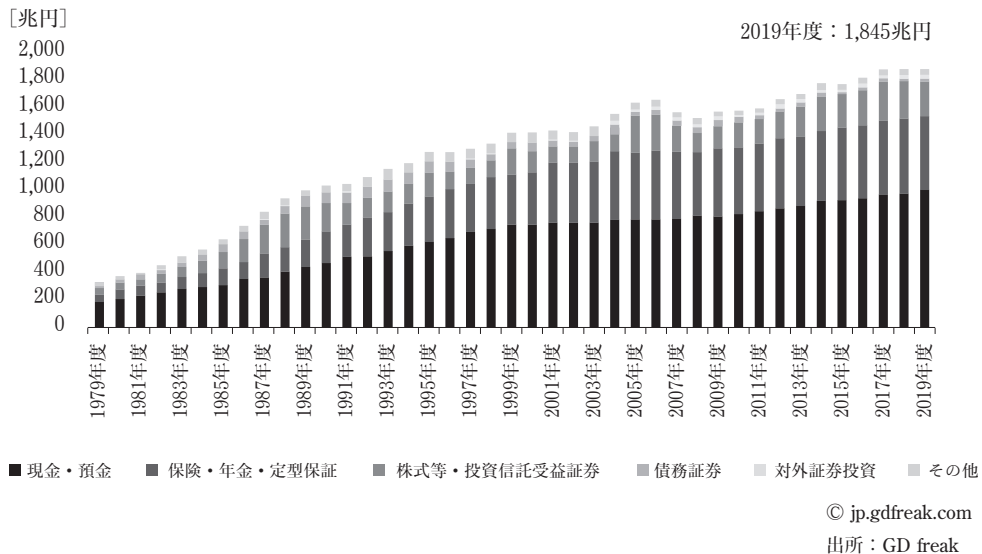
で投資対象になり得るのである。さらに返済不能の確率を予想し投資回収率を算定できれば、投資家にとっては投資対象として魅力的な投資案件に変わる。住宅バブル時に持て囃された金融工学は、住宅購入にともなうローン債権を分割し回収率の程度によって分類し、それを金融派生商品として販売する理論的根拠になった。投資家は優良な債権への投資を目指したことで投資市場はさらに加熱を帯びることになった。そのことが住宅購入意欲を刺激し米国の住宅市場は活況を呈することになった。

日本においては、1990年前後をピークに公示地価は下落を続けており、大阪圏に限って見れば2014年時点でピーク時の4分の1程度まで下落している。これは全国的な傾向と見られる。しかし、2014年以降、緩やかに公示地価は上昇に転じ、とりわけ東京、大阪などの都市部、地方の政令都市は上昇幅が大きくなっている。公示地価が下降傾向にあり低迷している中で、公示価格の上昇は住宅取得価格と住宅売却価格との差額が売却益として顕在化すれば、そこに投資商品が開発され、米国の住宅バブルの再燃が懸念されるが、抵当権の設定を基本とする日本では売却益は生じるものの投資商品の販売は各種規制により現実的に難しい。しかし、ひとたび住宅投資が加熱すればいきおい住宅バブルに邁進する可能性は少なからず存在する。

第9章 今後の資産形成の課題と方向性

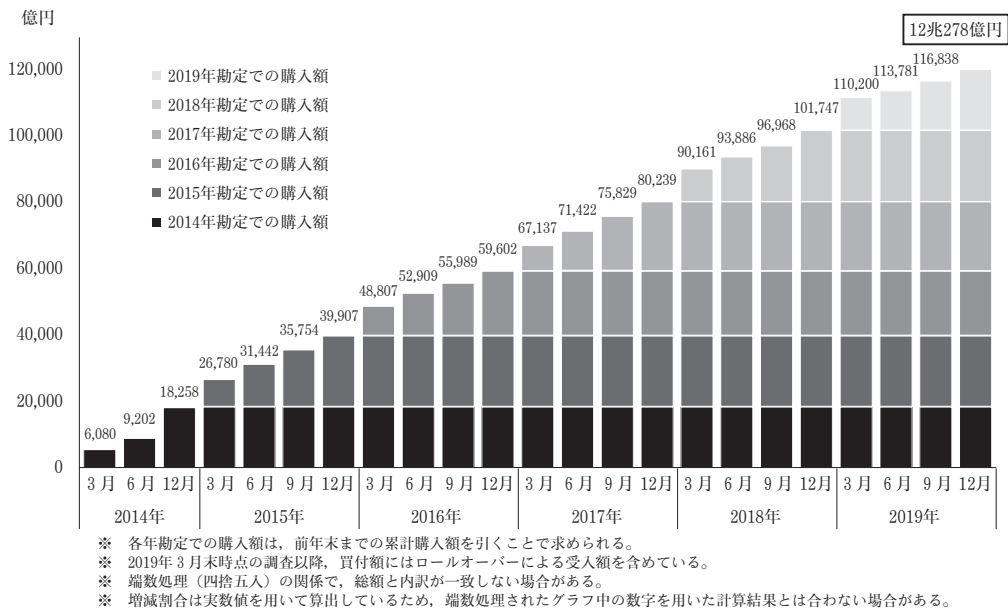
9.1 日本の家計金融資産

2019年度における家計金融資産は、全体で1,845兆円の規模に達する。内訳としては、



図表9-1 金融資産残高の推移

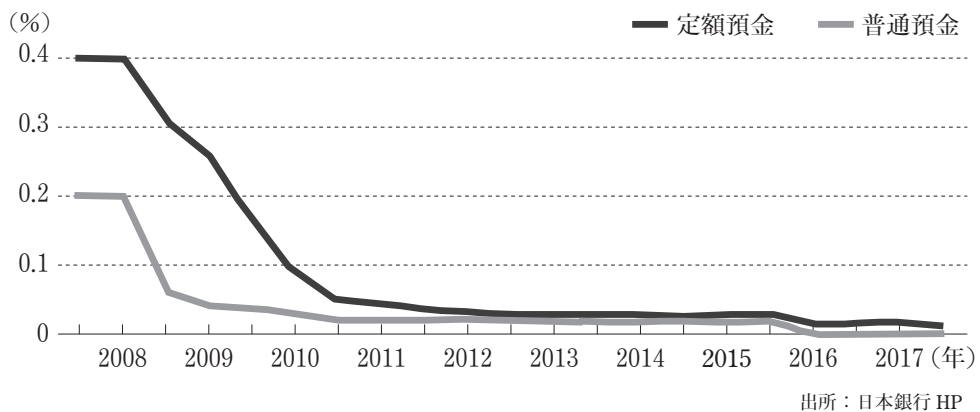
現金・預金54.2%，保険・年金・定期保証28.4%，株式等投資信託受益証券13.0%，債券証券1.4%，対外証券投資1.1%，その他1.8%である。これを前年対比で見ると、現金・預金は+1.7%，株式等投資信託受益証券+2.1%で増加している。



図表9-2 証券会社の一般NISA口座における買付額の推移

2014年1月にスタートしたNISA¹⁵⁵⁾を利用した割合の増加や金融機関の預金金利の水準が極めて低いことが背景にある。株式や株式投資信託等は、一定のリスクがあるものの景気動向による収益が期待される金融商品である。これまでは利息や値上がり益、配当金等は一律課税対象となっていたが、NISA制度を利用することで非課税となった。一般投資家はリスクを考慮して株式の売却利益が出たとしても20%の納税まで考えると株式購入、売却、納税は負担感があり敬遠されるが、NISA制度では金融機関に依頼すれば投資と成果が完結することから手間や負担感がほとんどなく資産を増やせる可能性が高い。NISAはまさに一般投資家向けの商品といえる。

預金金利については、令和2年8月22日時点の大阪シティ信用金庫普通預金金利は0.001%、定期預金1年（大口定期1,000万円以上）金利0.010%（大阪シティ信用金庫HPより）である。他に、三井住友銀行普通預金金利は0.001%、定期預金1年（大口定期1,000万円以上）0.002%（三井住友銀行HP）であり、普通預金1,000万円の利息は1年間で10,000円である。定期預金では利息100,000円（大阪シティ信用金庫）であり、三井住友銀行は利息20,000円である。メガバンクと信用金庫という規模の違いはあるにせよ、現金を金融機関に預金したとしても預金の利息部分の増加は見られるものの資産形成に大きな期待はできない状況にある。

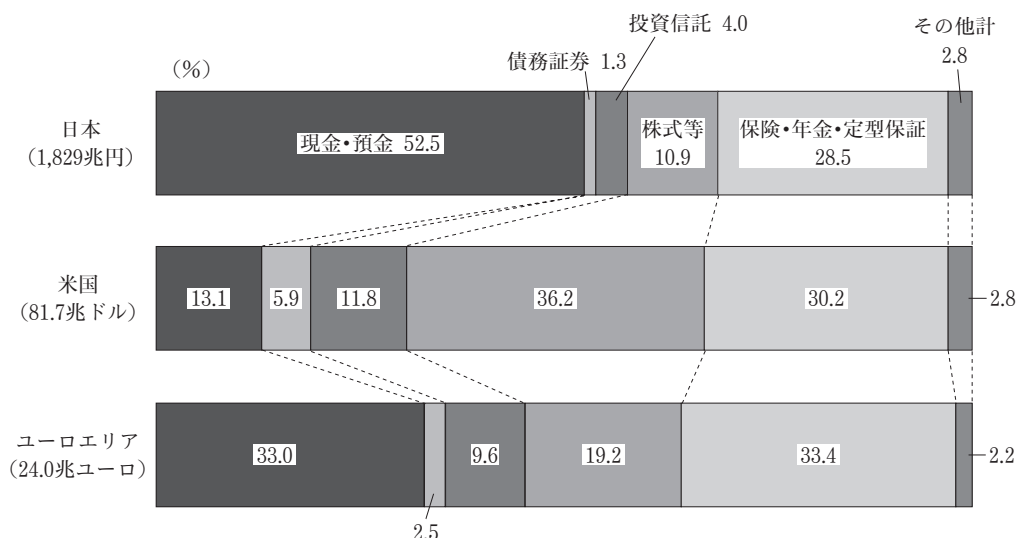


図表 9-3 預金金利の推移

また、金融資産構成における日本と米国・ユーロエリアとの比較（図表 9-4 参照）では構成割合の差が認められる。現金・預金では、日本52.5%、米国13.1%、ユーロエリア33.0%である。株式等では、日本10.9%、米国36.2%、ユーロエリア19.2%であり、日本は米国、ユーロエリアと比較して現金・預金の割合が高く、株式等の割合が低くなっている。これは、金融資産の増減推移に影響がでる。1995年から2015年の20年間で、金融資産の推移（図表 9-5 参照）は、日本1.47倍、米国3.11倍、英国2.27倍であり米国の半分の水準

155) Nippon Individual Savings Account の略。「NISA 口座（非課税口座）」内で、毎年一定金額の範囲内で購入したこれらの金融商品から得られる利益が非課税になる、つまり、税金がかからなくなる制度（金融庁 HP）。

である。運用リターンによる家計金融資産は、日本1.15倍、米国2.32倍、英国1.63倍であり、やはり米国の半分以下の水準である。日本は、金融資産の増加推移および運用リターンによる家計金融資産の増加推移において、米国の半分、英国の3～4割程度の水準にとどまる。米国や英国は、現金を金融機関に預金するのではなく、資産の増加を目的とした株式等の投資意欲が高く、その運用効果を得て資産の増加を図っているものと考えられる。



(注1) 金融資産合計に占める割合。

(注2) その他合計は、金融資産合計から「現金・預金」「債権証券」「投資信託」「株式等」「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

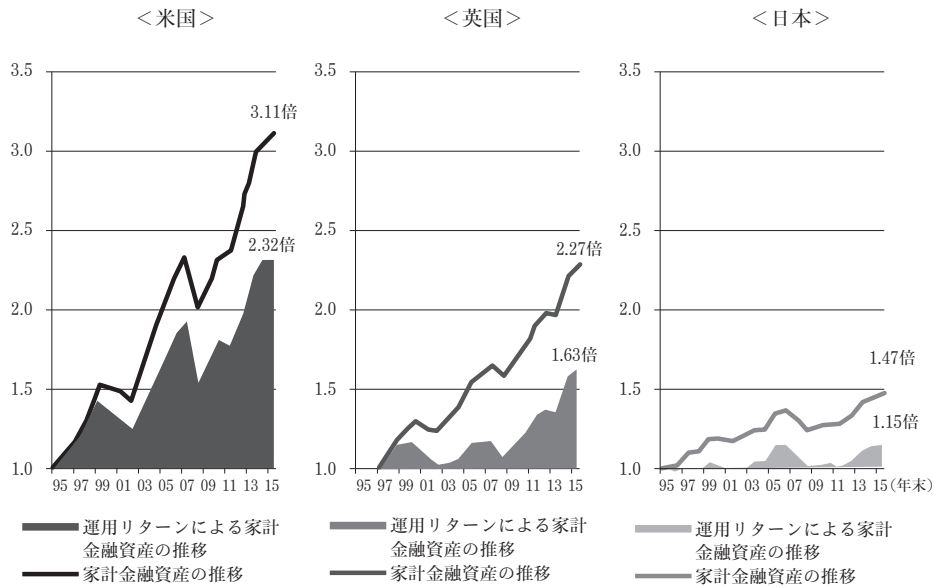
出所：日本銀行調査統計局「資産循環の日米欧比較」

図表9-4 家計の金融資産構成 日米欧比較2018年8月14日発表分

その他、個人型確定拠出年金 (iDeCo) は、確定拠出年金法に基づいて実施されている私的年金の制度である。確定拠出時に掛け金は全額所得控除となる。運用期間中の運用益は非課税で再投資¹⁵⁶⁾できる。そして年金を受け取る時も税制優遇措置がある。今後の資産形成にはNISAやiDeCoのように税制での優遇を考え、投資に対する経験や知識を蓄積し効率的な資産運用を行なっていくべきといえる。

こうした取り組みは、これまで預貯金に偏っている家計の金融資産を、株式等・投資信託受益証券の割合を増加させることで資産形成として成果を上げることが期待される。また、株式投資のように投資される企業側は、多様な投資基準を有する一般投資家が増加することで、投資対象側として事業活動を意識し業績向上に意欲的な取り組みを行う必要が出てくる。一般投資家は魅力ある企業への投資を加速させ企業全般の活性化に資するもの

156) 再投資とは、投資信託の運用期間中に支払われた分配金を再び同じファンドに投資すること (大和証券HP)。



出所：FRB, BOE, 日本銀行資料より金融庁作成

図表 9－5 金融資産の推移

(運用リターンによる家計金融資産の推移と家計金融資産の推移)

と考えられる。

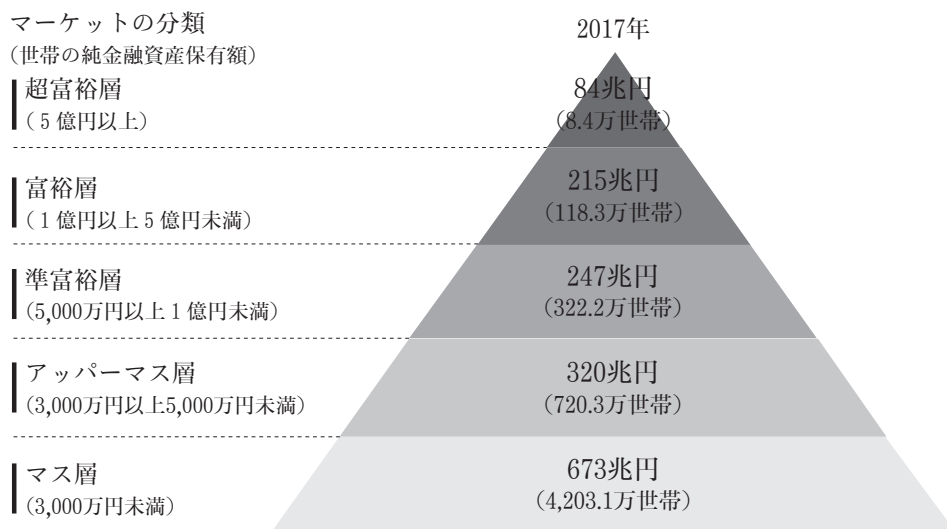
投資家の実態を Burton (2018 邦訳) は「例えばアメリカの産業史をひも解けば、1850年に鉄道は通信および商業の効率を飛躍的に高めると広く期待され、実際その通りになった。しかし、そのことは鉄道会社の株価がどんなに高くなってもいいということではない。当時、鉄道株は軒並み投機的な高水準に達し、やがて1857年の8月にバブルが破綻した。また20世紀後半には、航空機やテレビの普及が、私たちの生活を大きく変えたが、航空会社やテレビ・メーカーへの投資は、初期の段階では報われなかったのだ。ここからも明らかのように、株式投資にとって重要なのは、新しい産業が経済や社会をどのように変えるかとか、どれだけ規模的に大きくなるかということではない。大事なのは、その産業や企業が利益を生み出し、それを維持していく能力なのだ。歴史に照らしてみれば、行き過ぎた株式ブームというものは、遅かれ早かれ重力の法則に屈してついでる。私の個人的経験に照らしてみても、一貫して株式市場で負け続けているのは、チューリップ・バブルの時代から繰り返される、相場の加熱に身を任せてしまうタイプの投資家なのである。株式投資によって堅実に富を増やすことは、そんなに難しくはないのだ。幅広くポートフォリオを買ってじっと持っているだけで、長期平均的にはかなり高いリターンを享受することができる。ただ気をつけなければならないのは、一夜にして大金持ちになれるかもしれないという投機の馬鹿騒ぎの中で、大切な財産を賭けたくなる誘惑に負けないことだ」(p.116-

118)と指摘している。投資家は、一攫千金狙いでは期待するほど成果を上げることはできないが、分散投資による長期的な目標から安定した収益が見込まれる投資を中心に考える必要がある。

9.2 マーケット分類と教育資金

日本の世帯別純金融資産保有額のマーケット分類では、5億円以上の超富裕層84兆円(8.4万世帯)、1億円以上5億円未満の富裕層215兆円(118.3万世帯)、5,000万円以上1億円未満の準富裕層247兆円(322.2万世帯)、3,000万円以上5,000万円未満のアップーマス層320兆円(720.3万世帯)、3,000万円未満のマス層673兆円(4,203.1万世帯)である。超富裕層・富裕層で全体の19.4%を占める一方で、マス層が保有額全体の43.7%を占め純金融資産保有額と世帯数ともに最も多い割合となっている。

超富裕層・富裕層は、多額の金融資産を保有しているため、様々な業界が超富裕層・富裕層を優良顧客としてターゲットにしている。富裕層向けのビジネスとしては、高級車の販売やリゾートトラスト¹⁵⁷⁾、ヒルトン・グランドバケーションズ、ダイナースクラブ(クレジットカード)、会員制の飲食店など多種多様であり、比較的に高級感や特別感といった非日常のサービスを提供している。金融機関にとっては預金だけでなく資産運用や不動産投資、相続対策など多岐にわたりビジネスチャンスを有していることから「最上の顧客」



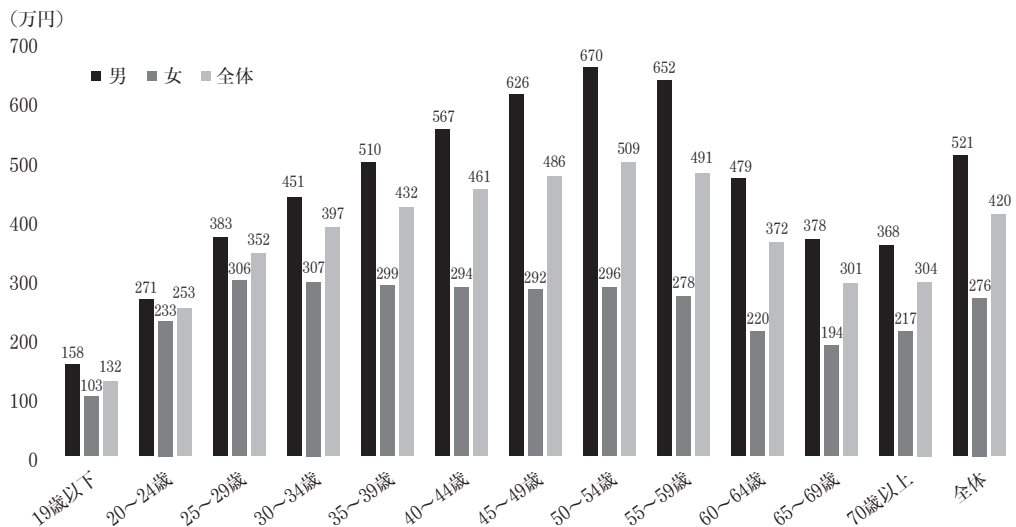
出所：野村総合研究所 HP

図表 9-6 純金融資産保有額のマーケット分類

157) リゾートトラストとは、エキシブを代表とした会員権事業、ホテルレストラン事業を営む法人(リゾートトラスト HP)。

と考えることができる。

年齢別の男性平均年収では、20～24歳271万円、25～29歳383万円、30～34歳451万円、35～39歳510万円、40～44歳567万円、45～49歳626万円、50～54歳670万円である。30歳時でも平均は500万円を下回っていることが分かる。女性の平均年収は、20～24歳233万円、25～29歳306万円、30～34歳307万円、35～39歳299万円、40～44歳294万円、45～49歳292万円、50～54歳296万円である。男性平均年収と比較すると、20～24歳で約40万円の差が徐々に拡大し、50～54歳では370万円に達する差が生じている。そもそも女性の平均年収は30歳代からほぼ横ばいで推移していることから男性の平均年収が徐々に上昇する中で、格差が拡大する傾向にある。年代を追うごとに支出が増加することを考えれば、生活を維持する支出の割合が高い水準にあり、資産形成の限界を否定できない状況といえる。



出所：転職 HacksHP

図表 9－7 年齢階層別の平均給与

子どもに係る教育費に必要な資金としては、幼稚園から大学卒業まですべて国公立に通った場合では、7,910,250円の負担となる。同様にすべて私学に通った場合は、22,295,479円である。さらに教育必需品や部活、学習塾、習い事等の費用が加わると教育関連費は相当な額になると推計される。現在では、地域によっては世帯主の年収をもとに私立高校の授業料無償化などの取り組みはあるものの、そうした費用負担を差し引いても子どもの教育関連費は生活負担の大きな割合を示している。奨学金制度はそうした家庭負担を軽減するために高校・大学への進学資金として活用されている。

奨学金には、給付型と貸与型がある。給付型奨学金とは、返済が不要な奨学金である。貸与型は、「利息あり」・「利息なし」はあるものの返済が必要な言わば借金である。奨学金を受けた学生が卒業してから、返済猶予期間を経て正式な返済が開始される。返済が開始されれば、期日に毎月利息を加算して支払うことから体裁上も実体上も「借金」返済の

学費総額の比較			
■すべて国公立に通った場合		■すべて私立に通った場合	
国公立	費用	私立	費用
幼稚園	701,841円	幼稚園	1,447,176円
小学校	1,933,860円	小学校	9,169,422円
中学校	1,435,662円	中学校	3,980,799円
高等学校(全日制)	1,352,586円	高等学校(全日制)	3,120,504円
大学	2,486,301円	大学	4,577,578円
総額 7,910,250円		総額 22,295,479円	

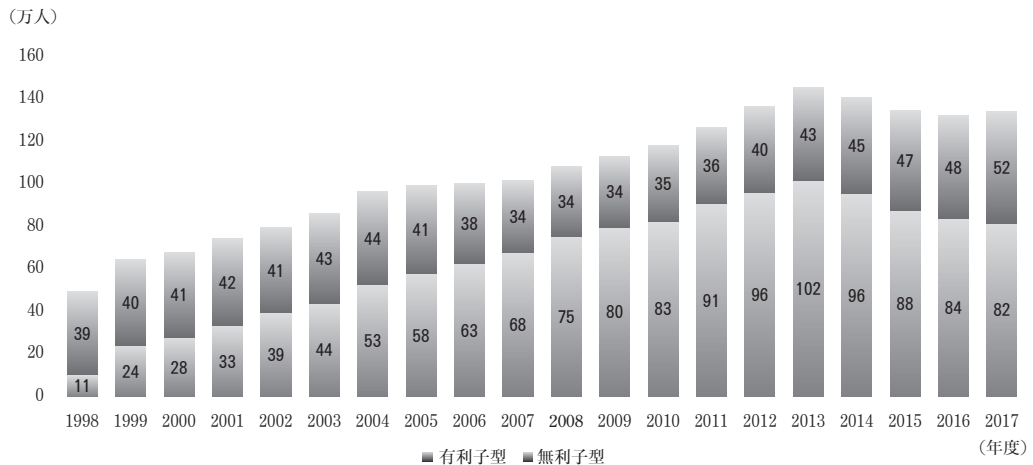
※1 文部科学省『国立私立大学の授業料等の推移』より国公立の平均を試算し作成
 文部科学省『平成28年年度 子供の学習費調査』文部科学省『国公立大学の授業料等の推移』
 文部科学省『私立大学等の平成29年度入学者の係る学生納付金等調査結果について』より試算し作成

出所：保険相談ナビ HP

図表 9－8 学費総額の比較

形式となる。奨学金の貸与人員は有利子型と無利子型に分類されるが、1998年時点で有利子型では11万人、無利子型では39万人であった。以降、増加傾向にあり2013年をピークに有利子型では102万人、無利子型では43万人であり、有利子型が無利子型の約2.3倍の水準である。無利子型は増加しているものの2016年から2017年にかけて4万人の増加にとどまっている。2014年以降、奨学金の貸与人員の総数はやや減少傾向にはあるものの無利子型は増加傾向にある。

世界的に見れば、日本は奨学金の面において遅れを取っている。公益財団法人キーエンスなど企業も独自で奨学金を行っており、企業としての関心も高く積極的な取り組みがなされているものの、国際的に奨学金と言えば国が給付するものを指すため返済は不要なのである。しかし、日本では貸与が基本であり返済することを前提としている。奨学金が「借金」とされる所以である。奨学金がほとんど給付型であるアメリカとは比較にならないほど差がある。日本では、子どもが高校や大学に進学するために貸与型の奨学金を「借金」という認識は乏しく、奨学金を獲得して進学することは当たり前のように受けとめられている。日本では奨学金制度の説明はあるものの、ほとんどの奨学金が貸与型であるため選択肢はなく、進学において「借金」を背負い卒業後、返済負担をともなう卒業生が後を絶たない。奨学金に対する「借金」という認識が低いために奨学金の返済が開始されれば生活への影響は少なからずあり返済が滞る場合もある。中には自己破産¹⁵⁸⁾するケース

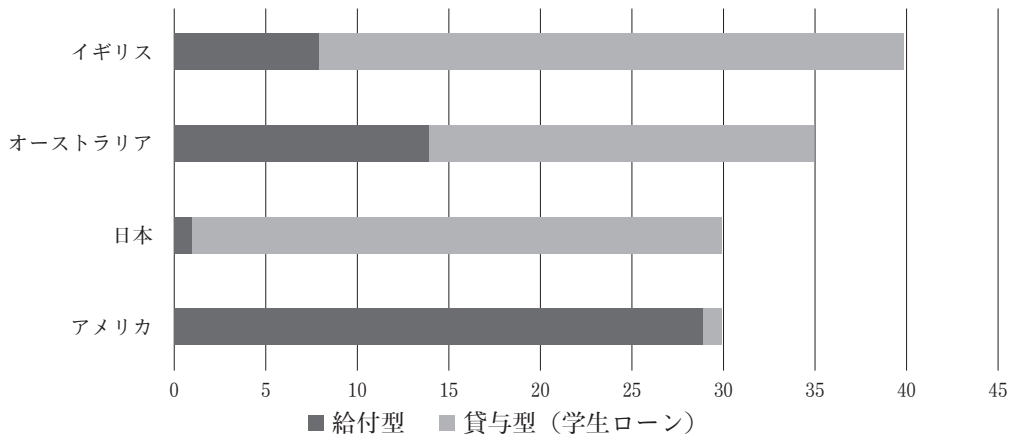


出所：https://limo.media/articles/-/18939?page=2

図表 9－9 奨学金貸与人員

も生ずる。

高校や大学への進学は自己の成長を促し社会に出る準備期間であると同時に将来の目標や夢を実現する第一歩といえる。それを実現するためには奨学金は大きな後ろ盾になるものであり、利用する意味はある。しかし、奨学金が卒業後に生活の足枷になるようでは奨



出所：https://www.yesatmerced.com

図表 9－10 高等教育への公的支出のうち、奨学金が占める割合（％）

158) 自己破産とは、破産法に基づき、債務者の財産を債権者に対し公平に配分整理することを破産とす。一般に破産手続きは、債務者側に経済的な破たんがあった場合に、債権者が地方裁判所に対し申し立てることによって行われるが、債務者自らが破産の申し立てを行い、破産宣告を受けることを自己破産という（カブドットコム証券 HP）。

学金本来の意味をなさない。奨学金制度は公的な要素が強いだけに生徒・学生の選択肢が無く奨学金に頼り進学をせざるを得ない。金融機関は資金が必要な時に融資するという思考から脱し人の人生そのものから必要な資金を想定し時間軸を長くした融資制度を開発すべきである。

子どもの教育に必要な借り入れとして親が借り入れをする教育ローン¹⁵⁹⁾がある。これは、債務者が親であり返済についても親が行う。教育ローンは、各金融機関で商品ラインナップされているが、利用者は住宅ローンと比較するまでもなく低い水準にとどまっている。

一般的に富裕層では、教育関連の費用は世帯年収の範囲以内で対応が可能であり教育資金として準備する必要がない。もっとも授業料が高額とされる医学部入学やその入学に向けた塾や予備校の教育資金は幼少期から貯蓄をするため十分賄うことができる。その中で、不足する場合は公的な奨学金制度を利用すれば支障がない。しかし、マス層では年々増加する生活費に加え年々増加する教育費は従来 of 可処分所得を超過する可能性がある。このことから教育費用を捻出するために共働き世帯が増加するだけでなく、増大する教育負担を回避することから少子化に拍車をかけている実態がある。

教育ローンや教育積立などの商品は既に社会的な認知を得ている。しかし、公的な奨学金制度が、ある意味市場を独占しているようでは本来多様な資金需要が想定される奨学金に十分な対応ができていないことは明らかである。地域の実情に精通する地域金融機関が多様な資金需要に対応する役割を担い、新たな商品開発に尽力すべきといえる。

第10章 証券化商品の概要

10.1 証券化商品の概要

証券化商品の種類とした、大きく分けて資産担保証券 (ABS)・不動産担保証券 (MBS)・債務担保証券 (CDO) に分類できる。

資産担保証券は、法人向けの売掛金や商業手形、診療報酬債権等を裏付けとした証券等がある。個人向けとして、自動車ローン債権、割賦債権、学生ローン債権、消費者ローン債権等である。

不動産担保証券は、住宅ローン担保証券 (RMBS)・商業不動産担保証券 (CMBS)・不動産抵当証券担保債券がある。また、債務担保証券として、社債担保証券 (CBO)・ローン担保証券 (CLO)・債務担保証券 (CDO) がある。担保とする商品が債券または債券類似商品である場合は社債担保証券、貸出債権の場合にはローン担保証券がある。債務担保証券は社債担保証券あるいはローン担保証券のいずれか、またはその双方を包含する商品である。

証券化商品は、いずれにおいても企業や個人の利用者の用途を想定して開発されたもの

159) 教育ローン、大阪シティ信用金庫では借入可能額10万円～1000万円、借入期間3ヵ月～16年、金利1.580%～2.680%にて取扱いしている (大阪シティ信用金庫 HP)。

種類		例
証券化商品 (広義 ABS)	資産担保証券 (狭義 ABS)	自動車ローン債権，リース料債権，割賦債権，クレジットカード債権，学生ローン債権，消費者ローン債権，売掛金，商業手形，診療報酬 ¹⁶¹⁾ 債権等を裏付けとした証券
	不動産担保証券 (MBS)	RMBS ¹⁶²⁾ （住宅ローン担保証券） CMBS ¹⁶³⁾ （商業不動産担保証券） CMO ¹⁶⁴⁾ （不動産抵当証券担保債券）
	債務担保証券 (CDO)	CBO ¹⁶⁵⁾ （社債担保証券） CLO ¹⁶⁶⁾ （ローン担保証券） CDO ¹⁶⁷⁾ （債務担保証券）

出所：fromportal.com をもとに著者作成

図表10－1 証券化商品の種類

である。自動車ローンや学生ローンのように自動車の購入や授業料の支払いを目的とした明確なローンから債務担保証券のように債務を担保にした証券化商品もある。別な観点では，自動車ローンのように債権回収の確度の高いものから債務担保証券のように回収リスクのある証券化商品もある。いずれも利用者側のニーズに応じたものであるが，金融機関のリスクに応じた商品メニューとしては資金需要を喚起する点では課題がある。金融機関の安全性を考慮すれば，リスクの高い商品の開発や取り扱いには監督官庁から許可を得ることはできないであろう。しかし，資金需要の多様化は，例えばスタートアップの分野では従来型の資金需要とは異なる議論が必要である。スタートアップは事業アイデアが主軸であり，これから成長軌道を確保する初期の段階にあり，まさに多様な資金需要を有している。こうしたスタートアップに不動産担保を前提とすることは現実的ではなく，スタートアップは独自の資金確保に動き出す。近年注目されているクラウドファンディング¹⁶⁰⁾はスタートアップが活用する資金獲得方法であり，今後，さらに活用頻度は増していくものと予想されている。

金融機関は，今後想定される資金需要に対し新たな証券化商品の開発を促進すべきであ

160) 群衆（crowd）と資金調達（funding）を組み合わせた造語であり，不特定多数から資金を募り事業化や商品化を具体化することを指している。

161) 診療報酬とは，患者さんが保険証を提示して医師などから受ける医療行為に対して，保険制度から支払われる料金のこと（日本医師会 HP）。

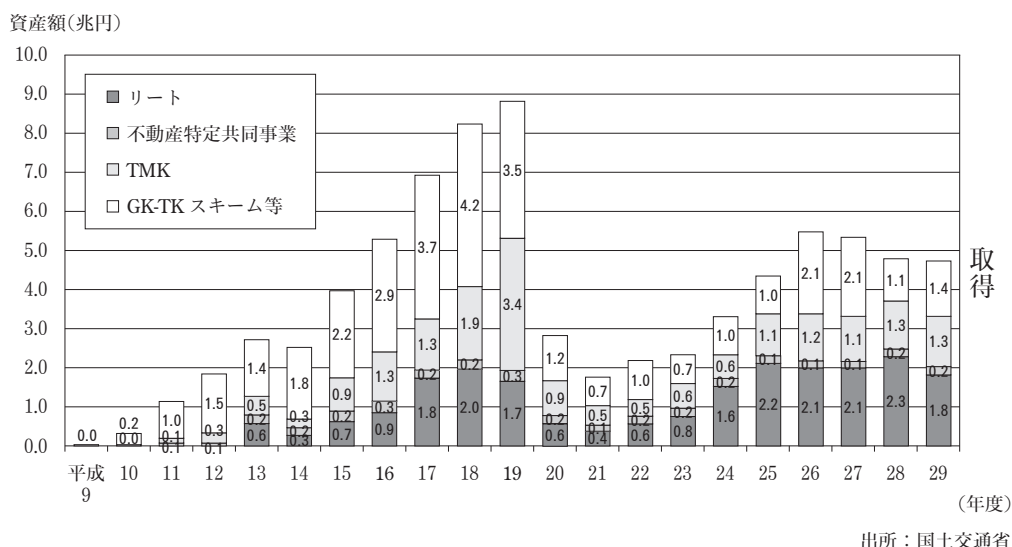
162) RMBS とは，住宅ローン担保証券。モーゲージ証券（MBS）の一つで，住宅ローンを担保として発行される証券のこと（野村証券 HP）。

163) CMBS とは，商業不動産担保証券や商業用モーゲージ証券などと呼ばれます。一般的には住宅ローンや商業用不動産（ホテル，オフィスなど）などに実施した融資をまとめて証券化した金融商品をいう（東海東京証券 HP）。

164) CMO（不動産抵当証券担保債券とは，モーゲージ証券の種類の一つ。パススルー証券などを担保としてもとの証券あるいはローンと異なる。幾種類ものキャッシュフローを持つ別々の債券とし

る。金融機関が蓄積した金融ノウハウはクラウドファンディングのような新たな資金獲得方法に信頼性を与え、金融機関主導の安全性の高い商品として再構築していくべきである。

証券化商品の資産額は不動産の取得、譲渡実績を見るとそれぞれのスキームごとに平成19年（2007）まで拡大傾向にあった。平成20年（2008）に激減したのは、同年に発生したリーマンショックの影響によるものである。リーマンブラザーズが販売した証券化商品の問題が顕在化し、証券化商品の取り扱いが激減したことによるものである。平成22年（2010）頃から資産額は上昇傾向に入ったが、平成19年のピーク時の水準には戻っていない。リーマンブラザーズの証券化商品の問題点はあったにせよ、証券化商品そのものが全面的に否定されることは新たな資金需要に対応できる商材を失うことに等しい。金融機関の収益力が低下する中で、証券化商品の可能性は少なからず存在し、証券化商品を改めて検討すべき時といえる。



図表10-2 スキーム別証券化商品の対象となる不動産の取得・譲渡実績の推移

10.2 証券化商品の市場規模

日本銀行は、2011年から「証券化商品」の残高を2007年度末まで遡及して公表するようになった。従前は「債権流動化関連商品」として証券化商品内の一部の残高のみ公表して

て発行されるもの。投資家にとって、モーゲージ証券に投資する際に、期限前償還のリスク等を予測することができないが、このリスクを緩和すべく開発されている（野村証券 HP）。

165) CBO とは、社債担保証券。複数の社債を裏付け資産として発行される資産担保証券の一つである（野村証券 HP）。

166) CLO とは、ローン担保証券のことです。これは資産担保証券の一種で、金融機関が事業会社向けに貸出している、貸付債権を証券化したもの（東海東京証券 HP）。

167) CDO とは、資産担保証券の一種で、発行の裏付けとされる資産が複数の企業向けの貸付債権（ローン債権）である証券のこと（SMBC 日興証券 HP）。

いた。2018年度末における「証券化商品」の残高は36兆円弱である。株式等・投資信託受益証券、民間金融機関の企業・政府向け貸出、事業債、金融債の残高は、それぞれ1,411兆円、871兆円、80兆円、8兆円程度であったことを考慮すると、民間の資金調達額全体に占める割合は未だに大きくない。なお、最も証券化が進んでいるとされる米国における市場規模は、2018年度末において残高約1,200兆円（資産担保証券とモーゲージ関連市場の合計値）、発行額も270兆円となっており米国では証券化商品は既に市場に浸透しているものと考えられる。米国の市場規模からすれば、市場の差異はあるものの日本の市場規模が拡大できる余地はあるものと推察される。

日本は、1989年度末において4,000億円程度であった市場が、その後の特定債権法（93年施行、04年廃止）、SPC法¹⁶⁸⁾（98年）、SPC法を改正した資産流動化法（2000年）などの法制度の整備を背景として、急成長することとなる。その後、資産流動化施行されると住宅貸付、企業・政府向け貸し出しの証券化が急拡大する。バーゼル合意により自己資本比率の基準を高める必要性に迫られた銀行が、貸付資産のオフ・バランス化を推進したことが要因となり需要が急速に高まった。

そして、2006年度にピークに達すると、サブプライム危機に端を発した景気低迷の影響等から減少に転じた後、近年徐々に回復傾向にある。

168) SPC法とは、資産の流動化に関する法律の総称。特定目的会社または特定目的信託を用いて資産を流動化するための仕組みを定めた法律。（三菱地所 HP）